

Análisis financiero de la estrategia financiera del Grupo Nutresa entre 2012 y 2020, desde la perspectiva de la generación de valor y la economía de la estrategia

Daniel Restrepo Cadavid

drestr86@eafit.edu.co

Nelson Andrés Orozco Echeverry

norozco3@eafit.edu.co

Resumen

En 2012, el Grupo Nutresa S.A. fijó un objetivo estratégico de mantener una Creciente Generación de Valor para el periodo 2012-2020. En este estudio se analiza cómo la empresa ha logrado dicho objetivo hasta 2017 y las perspectivas de cumplimiento de los objetivos estratégicos financieros a 2020. Entre 2012 y 2017 se utiliza información financiera real. Luego se proyecta la posición financiera de la empresa después de 2018. El modelo financiero permite analizar el cumplimiento de los objetivos a 2020. También se presenta un análisis que aísla el efecto del crecimiento inorgánico de la empresa (fusiones y adquisiciones realizadas hasta 2017) en el cumplimiento de los objetivos financieros estratégicos. Los resultados del análisis indican que la compañía solo logra el cumplimiento del margen Ebitda y no logra el ROIC, ni las ventas orgánicas totales (sin fusiones y adquisiciones), ni las ventas internacionales.

Palabras clave

Estrategia, margen Ebitda, Generación de Valor, Sostenibilidad, ROIC.

Abstract

In 2012, Grupo Nutresa S.A. set a strategic objective of maintaining a Growing Generation of Value for the period 2012-2020. This study analyzes how the company has achieved this objective until 2017 and the perspectives of compliance with the strategic financial objectives to 2020. Between 2012 and 2017, real financial information is used. The financial position of the company is then projected after 2018. The financial model allows analyzing the fulfillment of the 2020 objectives. An analysis is also presented that isolates the effect of the company's inorganic growth (mergers and acquisitions made up to 2017) in the fulfillment of strategic financial objectives. The results of the analysis indicate that the company only achieves compliance with the Ebitda margin and does not achieve the ROIC, nor the total organic sales (without mergers and acquisitions), nor the international sales.

Keywords

Strategy, Ebitda Margin, Generation of Value, ROIC.

1. Introducción

El presente trabajo realizará un análisis financiero de la estrategia del Grupo Nutresa S.A. entre 2012 y 2020 para validar el cumplimiento de los objetivos estratégicos a 2020. El análisis se divide en dos etapas: la primera comprende realizar un análisis financiero con base en información histórica entre 2012 y 2017. La segunda realiza una proyección de la situación financiera a partir de 2018. El modelo de proyección permite elaborar un análisis financiero prospectivo entre 2018 y 2020 que analiza si la empresa alcanzará sus objetivos financieros estratégicos. Además, ayuda a estimar el valor de la empresa a diciembre 31 de 2018.

En 2012, Grupo Nutresa estableció como objetivos financieros estratégicos, a 2020, los siguientes: 1) alcanzar un ROIC del 20 %, 2) lograr ventas totales orgánicas por COP 10 billones, 3) alcanzar ventas internacionales por USD 2 billones (COP 4 billones aprox.) y 4) mantener un margen Ebitda entre 12 % y 14 %. Todo esto dentro de una estrategia corporativa de Creciente Generación de Valor (CGV).

De acuerdo con el análisis realizado en este estudio, el Grupo Nutresa tendrá un ROIC cercano al 11,82 % al finalizar el 2020, 8,18 % por debajo de su meta. Las ventas orgánicas (sin fusiones y adquisiciones entre 2012 y 2020) alcanzarán \$7,34 billones, \$2,66 billones menos que su meta. Las ventas internacionales alcanzarán USD 1,2 billones, 0,8 billones por debajo de la meta. Entre 2012 y 2017 la empresa mantuvo un margen Ebitda promedio de 12,7 %. Solo en 2017 el margen Ebitda se ubicó por debajo del rango meta, 11,99 %. Entre 2018 y 2020 se espera que la empresa alcance un margen Ebitda promedio de 11,48 %. Así, no se lograría la meta de mantener un margen Ebitda entre 12 % y 14 % a 2020.

Para el Grupo Nutresa, para los inversionistas y demás grupos de interés, son relevantes los análisis que se realicen sobre la estrategia de la compañía, dado que se convierte en una entrada de información que permite nutrir el criterio para la toma de decisiones.

2. Situación en estudio - problema

Dentro del mercado colombiano, el Grupo Nutresa es líder del sector de alimentos procesados y será en esta compañía donde se enmarque el presente estudio. “Grupo Nutresa es una empresa diversificada en términos de geografía, productos y abastecimiento; con presencia directa en catorce países y ventas internacionales por USD 1,1 Billones a 2016” (Informe Integrado 2016-Grupo Nutresa, 2016, p. 128).

El Grupo Nutresa concentra su producción en el continente americano en 45 plantas de producción ubicadas en Estados Unidos, México, República Dominicana y el Caribe, Centroamérica, Venezuela, Colombia, Ecuador, Perú y Chile (Informe Integrado 2016-Grupo Nutresa, 2016).

Mediante la revisión de los estados financieros, reportes integrados y otros documentos generados por el Grupo, sumado a la elaboración de la valoración, se analizará la viabilidad del cumplimiento de los objetivos con la estrategia financiera definida por la compañía entre 2012 y 2020, desde el enfoque de generación de valor; esto incluye la revisión de los indicadores en 2020 y la proyección a 2027.

3. Objetivos

3.1 Objetivo general

Verificar el cumplimiento de los objetivos estratégicos relacionados con la Creciente Generación de Valor del Grupo Nutresa mediante la estrategia planteada para el período 2012-2020.

3.2 Objetivos específicos

- Proyectar, mediante un modelo financiero, el cumplimiento de los objetivos estratégicos de generación de valor a 2020.
- Generar conclusiones con base en los resultados obtenidos.

4. Marco de referencia conceptual

Nogueira-Rivera, Medina-León, Hernández-Nariño, Comás-Rodríguez y Medina-Nogueira (2016) presentan los pasos a seguir para el análisis económico-financiero de cualquier organización.

De acuerdo con lo planteado por los autores, los pasos para el análisis económico-financiero son: definir el objetivo, establecer la forma de análisis (estático o dinámico), definir el método de análisis (horizontal, vertical o representación gráfica), el diagnóstico e interpretación, los análisis de los inductores de actuación y las recomendaciones.

Finalmente, demuestran que el análisis económico-financiero (también conocido como análisis de estados financieros) es un conjunto de técnicas empleado para diagnosticar la situación de la empresa, detectar reservas y tomar las decisiones adecuadas. Su utilidad está en función del objetivo que se defina en el estudio y de la posición de quien lo realiza (perspectiva interna o externa). El análisis de los estados financieros permite evaluar la

posición económica (rendimiento de sus activos) y la posición financiera (liquidez, solvencia y endeudamiento) de una empresa.

Murillo y Hernández (2010) analizan la incidencia que ha tenido la competencia intra-industria y las aglomeraciones empresariales a nivel regional, en el crecimiento económico de la industria de fabricación de alimentos de Colombia. Se trabaja con información estadística del DANE (1979 y 2007) e información financiera de la Superintendencia de Sociedades (1995-2007).

Según lo contenido en el marco referencial, los autores sugieren que entre más competencia existe al interior de una industria específica más desbordamiento de conocimiento puede darse entre firmas y, por ende, mayor crecimiento económico.

El presente texto busca validar el postulado anterior para la industria de alimentos de Colombia, teniendo en cuenta la producción industrial, sus variables explicativas y la competencia intra-industria bajo la inclusión de medidas de poder de mercado y concentración industrial, tales como el Índice Lerner aproximado, el Índice Herfindahl-Hirschman y el Índice de Aglomeración Regional.

Como conclusiones, los autores plantean que se puede decir que la mayor competencia entre empresas fabricantes de productos alimenticios y la mayor aglomeración regional en Colombia sí están incidiendo en los niveles de crecimiento económico, aunque con porcentajes marginalmente bajos cercanos al 3,4 %. Esto significa que, por cada 10 % que crece la competencia, entre empresas de la industria de alimentos colombiana, la producción

aumenta 0,34 %. Adicionalmente, se puede inferir que el nivel de activos fijos y el número de personas ocupadas están explicando —en gran medida— los niveles de crecimiento de estas industrias.

Porter (2008) aborda la definición del concepto estrategia y sugiere, como método de análisis, la presentación de casos prácticos que permitan entender dicho concepto.

Sus conclusiones son:

- La estrategia es la creación de una posición única y valiosa que incluye un conjunto diferente de actividades, una elección de lo que no se hará, una alta integración entre las actividades.
- La eficacia operacional no es estrategia.
- El posicionamiento estratégico puede basarse en la producción de un subconjunto de productos o servicios (variedad), en la satisfacción de la mayoría de las necesidades de un grupo de clientes (necesidades) o en la segmentación de los clientes según cómo se accede a ellos (acceso).
- El posicionamiento estratégico sustentable requiere renunciaciones (*trade-offs*), que se originan por tres razones: por riesgo a contradicciones en la imagen, por las actividades mismas que requieren diferentes configuraciones y por definir prioridades de organización.

Es fundamental, para la estrategia, que las actividades se complementen entre sí (calce) de manera que creen valor económico verdadero.

El artículo servirá como primera referencia para validar si lo que el Grupo Nutresa ha definido como objetivos estratégicos se ajusta al concepto de estrategia.

Los autores Martínez y López (2003) proponen demostrar si las fusiones han generado valor en las empresas colombianas. El Código de Comercio colombiano establece la fusión empresarial como el procedimiento mediante el cual una empresa es liquidada y, posteriormente, absorbida por otra empresa. Para el desarrollo de la investigación se mide la generación valor con base en el indicador EVA reportado por las empresas objeto de estudio en la base de datos Benchmark, entre los años 1997 y 1999.

La herramienta seleccionada para la determinación de la creación o destrucción de valor es el indicador EVA; este describe la generación de valor en las compañías con base en el costo de capital calculado para cada compañía (WACC), la tasa de impuestos del país (t), y la rentabilidad operacional (ROI).

Los autores proponen comparar los valores del EVA, reportado por empresas que llevaron a cabo procesos de fusión, *versus* aquellas (de características similares en cuanto a razón social y patrimonio) que no lo hicieron. La comparación se realiza en dos momentos: en el primer momento (1996) se efectúa la suma del EVA reportado por la empresa adquirida y el EVA reportado por la empresa adquiriente; luego, este valor es comparado con el EVA reportado por la empresa que realizó fusiones. En el segundo momento (1999) se compara el valor del EVA reportado de la empresa fusionada con el valor del EVA reportado por la empresa que realizó fusiones.

En el presente artículo la técnica empleada para la determinación del crecimiento, o decrecimiento, del EVA es la regresión lineal: si la pendiente de la curva de ajuste es positiva se asume que la fusión generó valor; por el contrario, si la curva de ajuste tiene pendiente negativa se asume que la fusión destruyó valor.

Con base en los resultados obtenidos, los autores concluyen que las fusiones realizadas durante el período de estudio (1997-1999) generaron valor, debido a que en la mayoría de los casos el EVA reportado por las empresas fusionadas fue mayor al EVA reportado por las empresas que no llevaron a cabo procesos de fusión.

Debido a que el Grupo Nutresa ha realizado diversas fusiones, el presente artículo permite inferir que las ya realizadas por la compañía deberían generar valor. El anterior postulado será verificado durante la etapa de estudio de los indicadores financieros de la compañía, específicamente con la validación del valor del EVA reportado por la compañía antes y después de las fusiones.

Radi y Bolívar (2007) establecen la idea de evaluar la creación de valor de las empresas colombianas durante el período 2000-2005, mediante el análisis y la comparación del EVA reportado por las empresas objeto de estudio. Con el objetivo de simplificar el cálculo y posterior análisis de los resultados, los autores proponen clasificar las empresas en sesenta sectores y realizar el análisis para cada uno de ellos.

Para la clasificación de las empresas, en los sectores mencionados, se tuvo como parámetro de selección el objeto o razón social. De esta manera, los autores lograron unificar las 19.108 empresas que se encuentran registradas en la base de datos AFINE.

Los autores proponen estudiar las variables macroeconómicas que pueden influenciar el valor del EVA calculado para los sectores; dichas variables son: Producto Interno Bruto (PIB), índice de precios tanto para el consumidor como para el productor, tasa de interés, tasa de cambio, índice general de la bolsa de valores, entre otros.

Para el desarrollo de la metodología, el EVA fue calculado como la diferencia entre el rendimiento sobre la inversión (ROI) y el costo promedio ponderado del capital (WACC), multiplicado por el capital invertido (K).

Para el análisis de los resultados los autores seleccionaron los cinco sectores que obtuvieron los mejores rendimientos; entre ellos se encuentran: extracción de petróleo crudo y gas natural, bebidas, fabricación de productos de cemento y hormigón, carbón y derivados y otras actividades empresariales; adicionalmente, se elaboró un listado con los cinco sectores que más destruyeron valor, entre ellos: sistemas de transporte de pasajeros, industrias metálicas básicas, telefonía y redes, transporte por tubería y construcción de obras residenciales.

La tesis reviste importancia, al estar el Grupo Nutresa clasificado dentro del sector bebidas y alimentos, ya que permite intuir, con base en los resultados obtenidos, que el Grupo Nutresa crea valor ($EVA > 0$).

4.1 Calculando el Retorno Sobre el Capital Invertido

Las escuelas de negocios tratan, generalmente, las finanzas y la estrategia competitiva como paquetes distintos, con sus consecuencias. En la práctica adecuada, sin embargo, los inversores deben unirse a los dos campos. Una valoración reflexiva requiere un juicio sobre la estructura de la industria y la ventaja competitiva. Y una estrategia debe pasar la prueba \$ 1 para crear valor. Inversionistas reflexivos y empresarios operan en la intersección de las finanzas y la estrategia competitiva [...]

Este artículo se centra en ROIC. Una empresa que genera un ROIC que excede el costo del capital generalmente indica que la gerencia ha sido capaz de desplegar recursos de manera inteligente. Insuficiente ROIC puede sugerir una pobre asignación de capital. Los ROIC relativos a compañías comparables, dentro de una industria, son particularmente útiles, ya que explican el hecho de que algunas industrias ganan retornos que son más altos que otros.

Por supuesto, el mercado de valores mira hacia adelante y gana exceso de retornos anticipando las revisiones en las expectativas de los resultados financieros. Así que estamos menos interesados en el ROIC hoy que en comprender los cambios en el ROIC con el tiempo. Además, el *spread* absoluto entre ROIC y el costo del capital no da una idea completa de las perspectivas de creación de valor porque el *spread* no proporciona ninguna indicación de cuánto capital la compañía puede desplegar en un margen positivo determinado. Si dos empresas disfrutaran del mismo *spread* positivo del ROIC sobre el costo del capital, la compañía que crece más rápidamente creará más valor [...]

La definición de ROIC de libro es la siguiente:

Rendimiento del Capital Invertido (ROIC) = beneficio neto de la operación después de impuestos (NOPAT)/Capital Invertido (IC)

El numerador de ROIC es el beneficio neto después de impuestos (NOPAT), que mide los ingresos en efectivo de una empresa antes de los costos de financiamiento. Dicho de otra manera, NOPAT no asume ningún apalancamiento financiero. NOPAT es el mismo si una empresa está altamente apalancada o libre de deudas. Esto es esencial para la comparabilidad.

NOPAT es un número muy práctico en finanzas; es el número del cual se toman las inversiones (cambio en el capital de trabajo neto, la inversión de capital y las fusiones y adquisiciones netas) para obtener un Flujo de Caja Libre en un modelo de Flujo de Caja Descontado; es el número del que se toma el cargo de capital (capital invertido más el costo del capital) para calcular el beneficio económico; y es el número que sirve como numerador del ROIC (Mauboussin & Callahan, 2014, pp. 2-3).

4.2 Modelo de Flujo de Caja Descontado

Para valorar los flujos de caja a mediano y largo plazo se propone utilizar la fórmula de valor de continuidad basada en la perpetuidad. Aunque existen muchos modelos de valor continuo preferimos el modelo de controlador de valor clave. La fórmula del controlador de valor clave es superior a las metodologías alternativas, porque se basa en el flujo de caja y vincula el flujo de caja directamente al crecimiento y el ROIC. La fórmula del controlador de valor clave se expresa de la siguiente manera:

$$\text{Valor de Continuidad}_t = \frac{\text{NOPLAT}_{t+1} \left(1 - \frac{g}{\text{RONIC}}\right)}{\text{WACC} - g}$$

La fórmula requiere una previsión del beneficio neto de operación menos los impuestos ajustados (NOPLAT) en el año siguiente al final del período de pronóstico explícito, la previsión a largo plazo del retorno del capital nuevo (RONIC), el promedio ponderado del costo de capital (WACC) y el crecimiento a largo plazo en NOPLAT (g).[...]

Para determinar el valor de las operaciones se debe descontar el pronóstico anual de flujo de efectivo libre por tiempo y riesgo. Al descontar cualquier conjunto de flujos de efectivo asegúrese de definir los flujos de efectivo y el factor de descuento de forma consistente. En una valoración de empresa, los flujos de efectivo libres están disponibles para todos los inversionistas. En consecuencia, el factor de descuento para el Flujo de Caja Libre debe representar el riesgo que enfrentan todos los inversionistas. El promedio ponderado del costo del capital (WACC) combina las tasas de rendimiento requeridas por los tenedores de deuda (k_d) y los accionistas (k_e). Para una empresa financiada únicamente con deuda y patrimonio, el WACC se define como sigue:

$$\text{WACC} = \frac{D}{D + E} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{D + E} k_e$$

Donde la deuda (D) y el patrimonio (E) se miden utilizando valores de mercado. Obsérvese cómo el costo de la deuda se ha reducido por la tasa impositiva marginal (T_m). La razón para hacer esto es que el escudo fiscal de intereses ha sido excluido del Flujo de Caja Libre. Dado que el escudo fiscal de intereses tiene valor, debe ser incorporado en la valoración.

Al calcular el Flujo de Caja Libre, como si la empresa fuera financiada íntegramente con capital propio, podemos comparar el desempeño operacional entre empresas a través del tiempo, sin tener en cuenta la estructura del capital. Al centrarnos únicamente en las operaciones podemos desarrollar una imagen más clara del desempeño histórico.

Aunque la aplicación del promedio ponderado del costo de capital es intuitiva y relativamente sencilla, tiene algunos inconvenientes. Si descuenta todos los flujos

de efectivo futuros con un costo de capital constante, como la mayoría de los analistas, está asumiendo implícitamente que la compañía mantiene constante su estructura de capital en una proporción objetiva de deuda a patrimonio. Pero si una empresa planea, digamos, aumentar su relación deuda/patrimonio, el costo actual del capital subestimarán los escudos fiscales esperados. El WACC puede ser ajustado para acomodar una estructura de capital cambiante (Koller, Goedhart & Wessels, 2010, pp. 112, 113 y 114).

4.3 Flujo de Caja Libre

Para valorar las operaciones de una compañía descontamos el Flujo de Caja Libre proyectado a un costo de capital ajustado al riesgo apropiado. El Flujo de Caja Libre es el flujo de caja, después de impuestos, disponible para todos los inversores: titulares de deuda y accionistas. A diferencia del “flujo de efectivo de las operaciones”, detallado en el informe anual de una empresa, el Flujo de Caja Libre es independiente de la financiación y los elementos no operativos. Puede considerarse como flujo de caja después de impuestos, como si la empresa solo tuviera activos operativos básicos y financiara el negocio íntegramente con capital propio. El Flujo de Caja Libre se define como:

$$FCF = NOPLAT + \text{Gastos de Operaciones Sin Cobertura} - \text{Inversiones en Capital Invertido}$$

El Flujo de Caja Libre excluye los flujos no operacionales y los elementos relacionados con la estructura del capital. A diferencia de la declaración de flujo de efectivo contable, el estado de flujo de efectivo libre comienza con el NOPLAT (en lugar de los ingresos netos).

Las inversiones netas en activos no operativos, y las ganancias, pérdidas e ingresos asociados con estos activos no operativos, no se incluyen en el Flujo de Caja Libre.

En su lugar, los flujos de efectivo no operativos deben valorarse por separado. La combinación de flujo de efectivo libre y flujo de efectivo no operativo conduce al flujo de efectivo disponible para los inversionistas.

Con el total de fondos invertidos y el NOPLAT el flujo de caja disponible para los inversionistas se puede calcular usando dos metodologías: una comienza desde donde se genera el flujo de caja y la otra con los receptores del flujo de efectivo. Aunque los dos métodos parecen redundantes, comprobar que ambos le dan el mismo resultado puede ayudarle a evitar las omisiones de elementos de línea y las trampas de clasificación (Koller et al., 2010, pp. 137 y 138).

5. Método de solución

El presente estudio se enmarca en el método conocido como estudio de casos, que permite, a través del estudio de informes pasados, la exploración y comprensión de temas complejos, además de examinar de cerca los datos dentro de un contexto específico (Zainal, 2007).

La mayoría de las veces el estudio de casos selecciona un área geográfica pequeña o un número muy limitado de individuos como sujetos de estudio. Este método, en su verdadera esencia, explora e investiga fenómenos contemporáneos de la vida real a través de un detallado análisis contextual, de un número limitado de eventos o de condiciones y sus relaciones. Por medio de el un investigador es capaz de ir más allá de los resultados estadísticos cuantitativos y comprender las condiciones de comportamiento a través de la perspectiva del actor. Al incluir datos, tanto cuantitativos como cualitativos, el estudio de casos ayuda a explicar tanto el proceso como el resultado de un fenómeno a través de la observación completa, la reconstrucción y el análisis de los casos investigados [...]

En estos tipos de estudios, la limitación al método solo cuantitativo oscurecería algunos de los datos importantes que deben ser descubiertos (Zainal, 2007, pp. 1 y 2).

El estudio del Grupo Nutresa se considera de caso explicativo, en el cual se examinan los datos tanto a nivel superficial como profundo, para explicar los fenómenos. Por otra parte, también corresponde a un caso evaluativo, en donde el investigador va más allá añadiendo su juicio a los fenómenos encontrados en los datos (Zainal, 2007).

Como principal justificación para elegir el estudio de casos como método de investigación se tiene el hecho de permitir los análisis cualitativos y cuantitativos de los datos.

El proceso se inicia con la revisión documental detallada de la información financiera de la compañía del período 2012 a 2017, para identificar la evolución de las cuentas y valores puntuales atípicos.

6. Resultados

Entre 2012 y 2017 la proporción del activo corriente, sobre el total de los activos, se mantiene entre el 17 % y el 20 %. Las principales cuentas del activo corriente, que corresponden a efectivo, cuentas por cobrar e inventarios, se mantienen alrededor del 2,89 %, 6,88 % y 7,07 % del activo total, respectivamente.

En el activo no corriente las cuentas por cobrar muestran un valor muy bajo año a año respecto al activo total; tan solo el 0,21 %. Esto evidencia una buena gestión de la cartera de largo plazo.

Con relación a la propiedad, planta y equipo (del activo no corriente) se nota que la proporción, respecto al activo total, cambia de un promedio de 13,22 %, entre 2012 y 2013, a 24,8 %, entre 2014-2017. Esto se debe a que la compañía tomó como costo atribuido los valores en libros revaluados bajo COLGAAP, para aquellos activos que habían sido actualizados en el año 2013 con avalúos técnicos, lo que implicó incluir valorizaciones por \$1.318.499 MM.

De igual manera, otros activos financieros no corrientes pasan de 52,51 % (\$5.083.386) promedio (2012-2013) a 29,29 % (\$3.863.445) promedio (2014-2017). Por otra parte, la partida de otros activos pasa de 0,51 % (\$51.091) promedio (2012-2013) a 18,88 % (\$2.516.649). Esto muestra una reclasificación de los activos financieros no corrientes, como propiedades de inversión que hacen parte de otros activos.

El activo no corriente muestra una estabilidad del 81,45 % respecto al activo total, para el período 2012-2017.

Es relevante la estabilidad de la cuenta de proveedores y cuentas por pagar, alrededor del 6 % respecto al pasivo más patrimonio total. Igual estabilidad muestran los impuestos sobre la

renta e impuestos por pagar y pasivo por beneficio a empleados; alrededor de 1,34 % y 1,19 %.

El pasivo corriente total y las obligaciones financieras corrientes muestran un comportamiento similar; ambas crecen, entre 2012 y 2015 (pasivo corriente crece 8,6 % y obligaciones financieras 6,96 %) y luego disminuyen entre 2015 y 2017 (pasivo corriente decrece 3,41 % y obligaciones financieras 4,15 %).

El pasivo no corriente total y las obligaciones financieras de largo plazo muestran un comportamiento creciente año a año, entre 2012 y 2017. El pasivo no corriente pasa del 8,59 % en 2012 al 23,79 % en 2017; a la vez, las obligaciones financieras pasan del 6,63 % en 2012 al 17,29 % en 2017. Porcentajes respecto al total del pasivo más patrimonio.

El pasivo total crece entre 2012 y 2015, pasando del 17,05 % al 38,97 % y se estabiliza alrededor de este valor hasta 2017.

El total del patrimonio, respecto a la suma del pasivo más patrimonio, disminuyó de un 82,95 % en 2012 hasta 62,55 %. Esto habla de una recomposición de la deuda aumentando la fuente de financiación externa.

6.1 Análisis horizontal

En las cuentas del activo corriente no se identifica una única tendencia predominante; todas muestran crecimientos y decrecimientos entre 2012 y 2017.

Se nota que propiedad, planta y equipo sube año tras año, excepto entre 2015 y 2016 que permanece prácticamente estable. De 2013 a 2014 se muestra un incremento superior al 100 %, relacionado principalmente con el ajuste a las Normas Internacionales Financieras y a fusiones y adquisiciones.

En el pasivo corriente las obligaciones financieras crecen año a año, entre 2012 y 2015, y posteriormente decrecen hasta 2017.

Proveedores y cuentas por pagar y pasivo por beneficio a empleados del pasivo corriente y no corriente muestran siempre tendencia a crecer entre 2012 y 2017.

El patrimonio absoluto muestra tendencia a crecer entre 2012 y 2017.

6.2 Análisis vertical

El costo de la mercancía vendida se ha mantenido estable, alrededor del 56,45 % de los ingresos operacionales entre 2012 y 2017; lo que a la vez mantiene firme la utilidad bruta, alrededor del 43,55 %.

Los gastos de administración, respecto a los ingresos operacionales, se han disminuido a partir del 2014, año a año, hasta el 2017, donde se logra una proporción del 4,6 %.

Los gastos de venta muestran crecimiento constante en la proporción respecto a las ventas de 2012 a 2017; pasando de 25,01 % a 29,35 %, un incremento del 17,34 %. Este comportamiento podría representar ineficiencias en la gestión de los gastos de venta. Se esperaría que, mínimamente, la proporción se mantenga.

La utilidad operativa, respecto a las ventas, decrece año a año entre 2013 y 2017, pasando de 11,02 % a 8,91 %. Comportamiento similar es exhibido por los gastos de venta.

Los intereses financieros, respecto a las ventas, crecen constantemente de 2013 a 2017, pasando de 2,06 % a 3,54 %, con un incremento del 71,44 %. Esto muestra correspondencia con el cambio en la estructura de capital al aumentar la deuda.

La utilidad neta del ejercicio se mantiene alrededor del 5,58 % respecto a los ingresos operacionales. Se presenta un valor atípico de 9,19 % en 2014, que probablemente se asocia con la adopción de las Normas Internacionales Financieras.

6.3 Verificación del cumplimiento de metas

Se analizarán los indicadores relacionados con la Creciente Generación de Valor de acuerdo con lo detallado en la “Ficha de objetivos estratégicos 2020” (s. f.).

- ROIC del 20 %

ROIC calculado como se muestra a continuación:

$$\text{ROIC} = \text{UODI} / \text{Capital Invertido}$$

Lo anterior es equivalente a:

$$\text{ROIC} = \text{NOPLAT} / (\text{KTNO} + \text{Inversiones Netas en PPE, Intangibles y Activos Biológicos a Largo Plazo})$$

De acuerdo con la proyección del modelo financiero el ROIC alcanzado en 2020 llega a 11,82 %. No se proyecta cumplimiento del ROIC del 20 %; sin embargo, la proyección muestra crecimiento constante a partir de 2018, tal como lo muestra la figura 1.

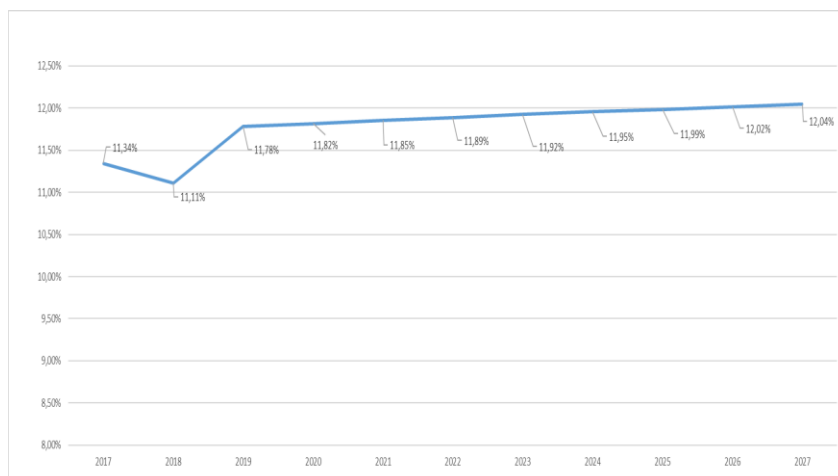


Figura 1. ROIC Grupo Nutresa. Fuente: elaboración propia.

- Ventas Orgánicas Totales de COP 10 Billones

Las ventas orgánicas (ingresos operacionales) están constituidas por los siguientes segmentos: cárnicos, galletas, chocolates, MLUC (Tres Montes Lucchetti), café, alimentos al consumidor, helados, pastas, otros. De acuerdo con la proyección, los ingresos operacionales para 2020 alcanzan COP 10 Billones. Se cumple con la meta.

- Ventas Internacionales de USD 2 Billones

La proyección realizada no contempla la discriminación de las ventas internacionales; solo se proyectan los ingresos operacionales totales. Sin embargo, a partir de la distribución de las ventas orgánicas reportadas para 2017 (véase anexo 2, tabla 39), se nota que, de las ventas totales (COP 8,6 Billones), el 36,8 % (COP 3,2 Billones) corresponde a ventas internacionales.

Los ingresos operacionales totales proyectados para 2020 alcanzan COP 10 Billones. De acuerdo con la proporción anterior, las ventas internacionales serían de COP 3,6 Billones (36,8 % x 10 Billones). Para la conversión a dólares se parte de la siguiente proyección de la TRM:

TRM 2018-2022 promedio: COP 3066/USD

Así, las ventas internacionales alcanzarían USD 1,2 Billones. No cumple la meta. Lo anterior supone que la distribución de las ventas nacionales e internacionales permanece estable.

- Margen Ebitda entre el 12 % y 14 %

En figura 2 se muestra el comportamiento del margen Ebitda entre 2012 y 2027.

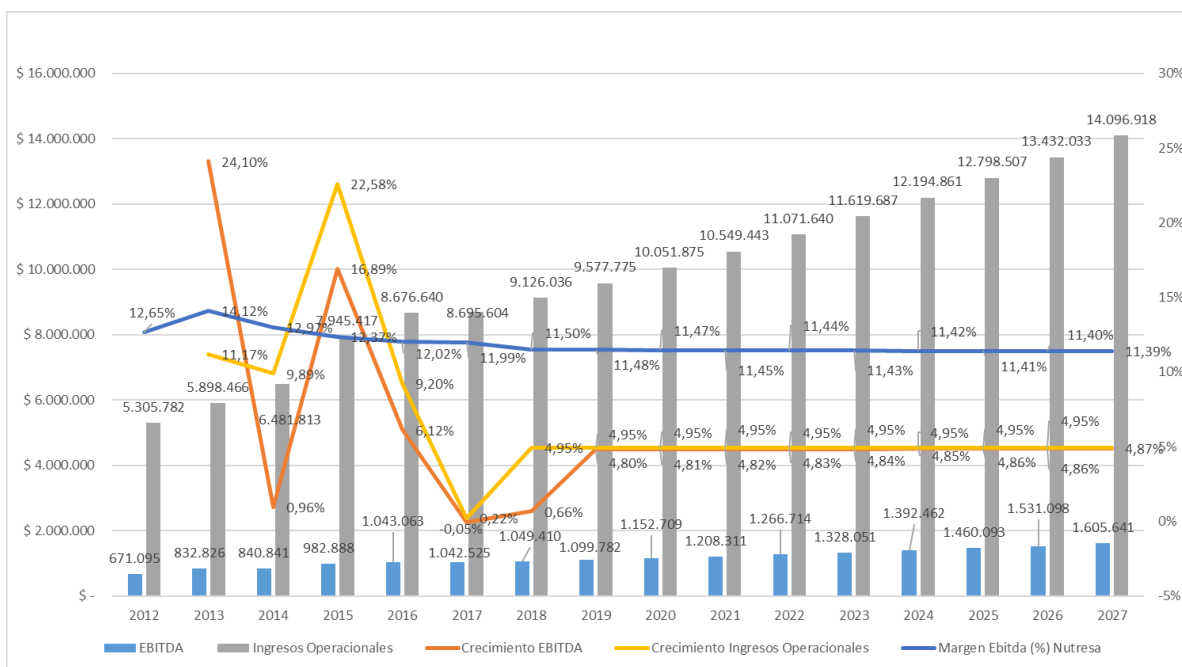


Figura 2. Margen Ebitda Grupo Nutresa. Fuente: elaboración propia.

Para el período real (entre 2012 y 2017) el margen Ebitda se mantiene estable, alrededor de 12,69 %, alineado con la meta establecida por el Grupo Nutresa. Por otra parte, para el período proyectado (2018 a 2027) el margen Ebitda cae a 11,44 % en promedio, debido a que los ingresos operacionales crecen a una tasa mayor (4,95 %) que el Ebitda generado por la compañía, cuyo crecimiento proyectado es de 4,42 % (promedio 2018-2027).

La meta del margen Ebitda puede plantearse como cumplida, dada la cercanía del valor proyectado para 2020 (11,47 %) respecto al límite inferior del rango meta (12%).

6.4 Valoración de la empresa

Se realiza la valoración de la empresa para observar el potencial de valorización del precio entre hoy y el final del año 2018.

El valor de la empresa calculado es cercano a COP 8,4 Billones. De acuerdo con esta valoración solo se alcanza el cumplimiento del objetivo estratégico de ventas totales (COP 10 Billones). Por su parte, de acuerdo con las proyecciones, el margen Ebitda alcanza un valor de 11,47 % en 2020, cercano a la meta establecida por el Grupo Nutresa (12 % - 14 %). Respecto al ROIC, la meta del 20 % para el 2020 no se logra; se llega a 11,82 %.

Revisando el ROIC por sector se encuentra lo establecido en la figura 3.

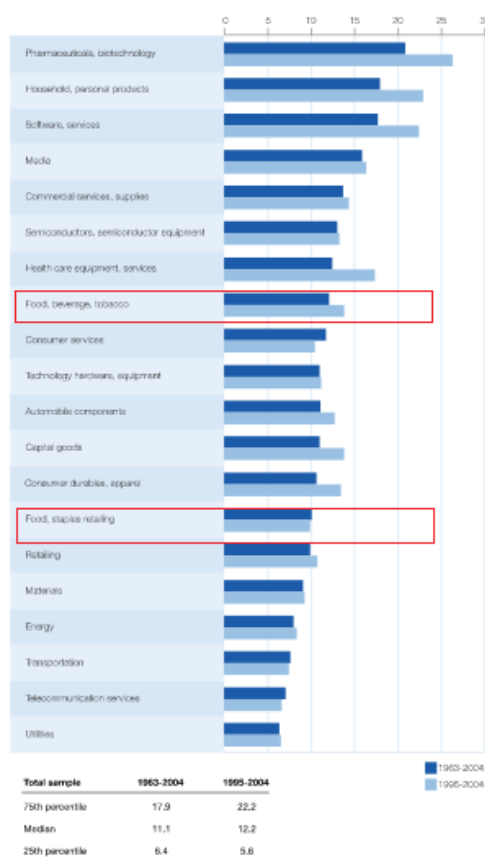


Figura 3. Variación de la industria en ROIC. Fuente: Jiang & Koller (2006).

Tomando el ROIC de la figura anterior, del sector alimentos, bebidas y tabaco para el período entre 1995 y 2004, se ubica alrededor del 14 %. Esto significa que el valor proyectado para el Grupo Nutresa, en el año 2020 (11,82 %), es cercano al valor medio del ROIC del sector. Revisando la definición de la meta del ROIC del 20 % se tiene lo establecido en la figura 4.

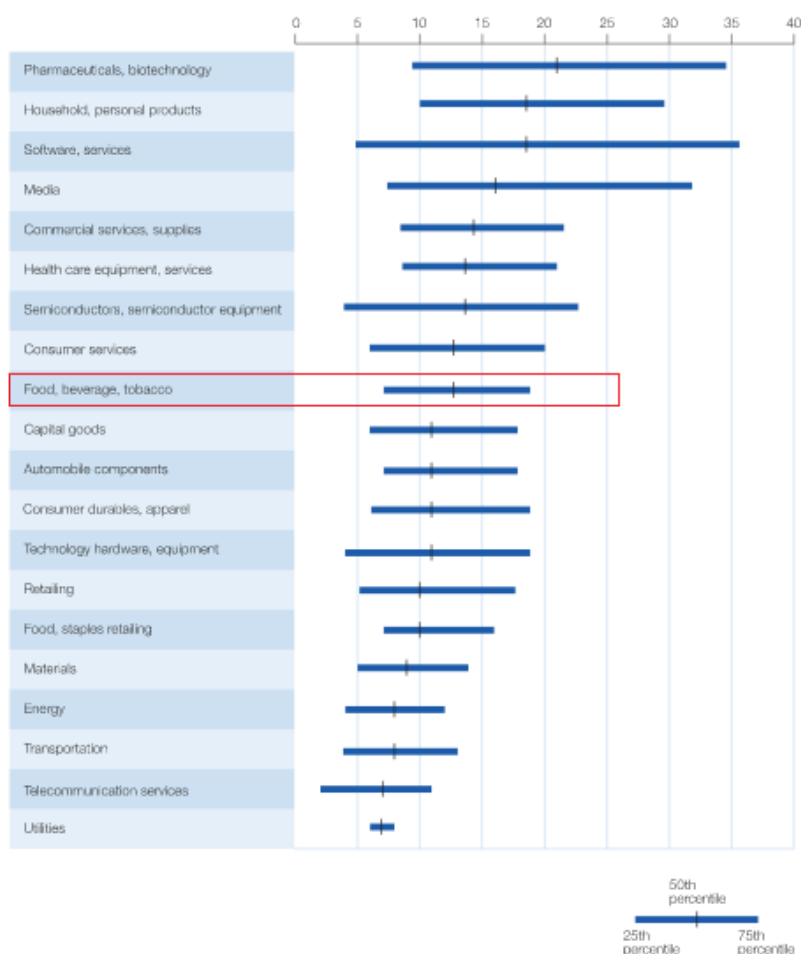


Figura 4. Variaciones intraindustriales en ROIC. Fuente: Jiang & Koller (2006).

La figura anterior muestra la variación del ROIC dentro de una misma industria. Para el caso del sector alimentos, bebidas y tabaco se muestra un rango entre 7 % y 19 %.

Revisando a Damodaran (véase anexo 2, tabla 40), se muestra un ROIC del sector alimentos procesados de 19,71 %. De acuerdo con lo anterior, fijarse una meta del 20 % es ambicioso, teniendo en cuenta, como reference, el promedio del sector mostrado en la figura 3; sin embargo, es un valor lógico.

6.5 Escenarios de cumplimiento del ROIC y su valoración

Verificando el valor de los ingresos operacionales, que permiten el cumplimiento del ROIC del 20 %, se obtiene lo mostrado en la tabla 1.

Tabla 1.

Valor de la empresa y ventas totales con el valor proyectado del ROIC y valor meta

ROIC 2020	Ventas Totales	EBIT	Depreciaciones y Amortizaciones	%(Depreciaciones y Amortizaciones)/EBITDA	EBITDA	Margen EBITDA	Valoración de la Empresa - 2018
11.82%	\$ 10,051,875	\$ 931,125	\$ 221,584	19.22%	\$ 1,152,709	11.47%	\$ 8,461,377
20%	\$ 18,380,386	\$ 1,702,611	\$ 230,080	11.90%	\$ 1,932,692	10.51%	\$ 15,538,811

Fuente: elaboración propia.

Lo anterior significa que las ventas deberían ser 82,86 % superiores respecto a las ventas estimadas para 2020, y el nuevo valor de la empresa sería de COP 15,5 Billones. Este escenario contempla un incremento de ventas hasta 2020 de 28,34 %, cifra que permite alcanzar el ROIC del 20 % en el mismo año. A partir de 2021 se proyecta un crecimiento en ventas correspondiente a 4,95 %.

6.6 Calidad de las metas

- Ventas Totales (COP 10 Billones - orgánicas)

Asumiendo un crecimiento de las ventas en 4,95 %, la proyección arroja cumplimiento de las ventas (10 Billones) a 2020.

Las ventas y el crecimiento real entre 2012 y 2017 tuvieron el siguiente comportamiento:

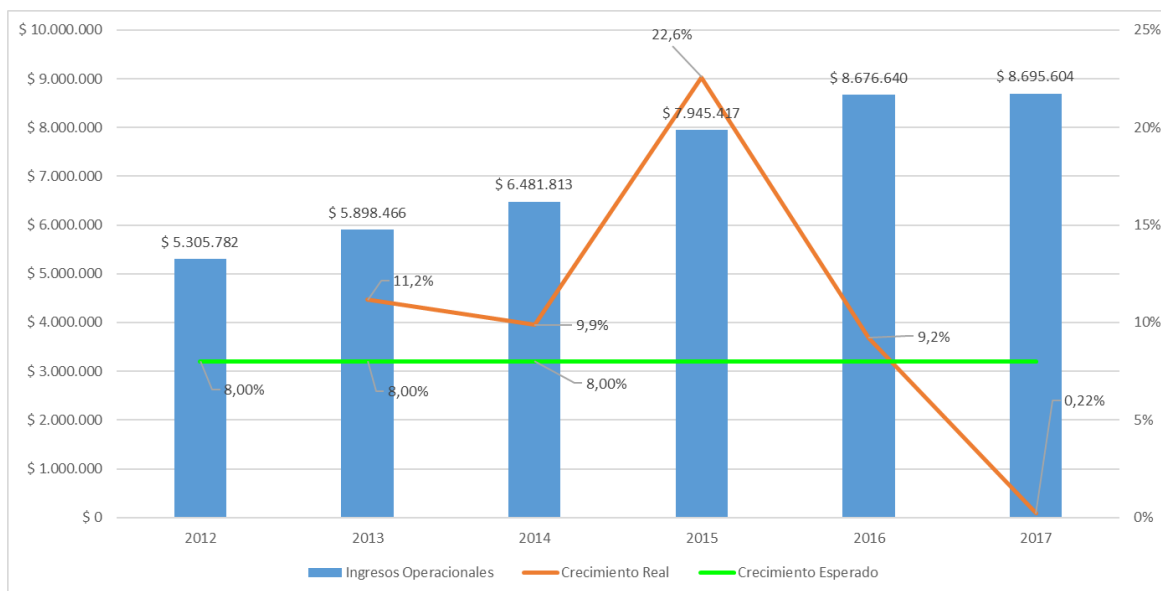


Figura 5. Ingresos operacionales y crecimiento Grupo Nutresa. Fuente: elaboración propia.

El crecimiento de las ventas siempre estuvo por encima del 8 %, valor definido como objetivo por el Grupo Nutresa. Entre 2012 y 2016 se cumple la meta creciendo; para 2017 desciende a 0,22 %. En este período se alcanzan valores hasta del 22,6 % en el 2015. Los años donde se supera la meta de crecimiento del 8 % coinciden con los años en donde se invirtió en adquisiciones y joint ventures (véase anexo 2, figura 16).

Cuantificando los aportes en ingresos operacionales de estas nuevas empresas se obtiene lo siguiente.

Tabla 2.

Ingresos operacionales (por adquisiciones y joint venture)

TRM (31 diciembre)	Año	POPS	DKM + Oriental Coffe Alliance	TMLUC	STARBUCKS+ POPS+ EL CORRAL	Ingresos Operacionales (Por Adquisiciones y Joint Venture)	Ingresos Operacionales	Ventas Orgánicas
	2,012	43,144	-			43,144	5,305,782	5,262,638
1,926	2,013	63,558	885	260,010		324,453	5,898,466	5,574,013
2,392	2,014		322,805	737,727	455,010	1,515,542	6,481,813	4,966,271
3,149	2,015		414,427	896,403	471,798	1,782,628	7,945,417	6,162,789
3,000	2,016		379,290	980,900	571,619	1,931,809	8,676,640	6,744,831
2,984	2,017		412,478	978,246	606,352	1,997,076	\$ 8,695,604	6,698,528

Fuente: elaboración propia.

La adquisición del frigorífico Fogasa, en Aguachica (Cesar) (año 2016), no reporta ingresos, ya que el objetivo de la compra es asegurar el abastecimiento eficiente de las materias primas cárnicas en Colombia.

Recalculando el crecimiento año a año, con el descuento de los ingresos operacionales por adquisiciones y joint ventures, se obtiene lo evidenciado en la figura 7.

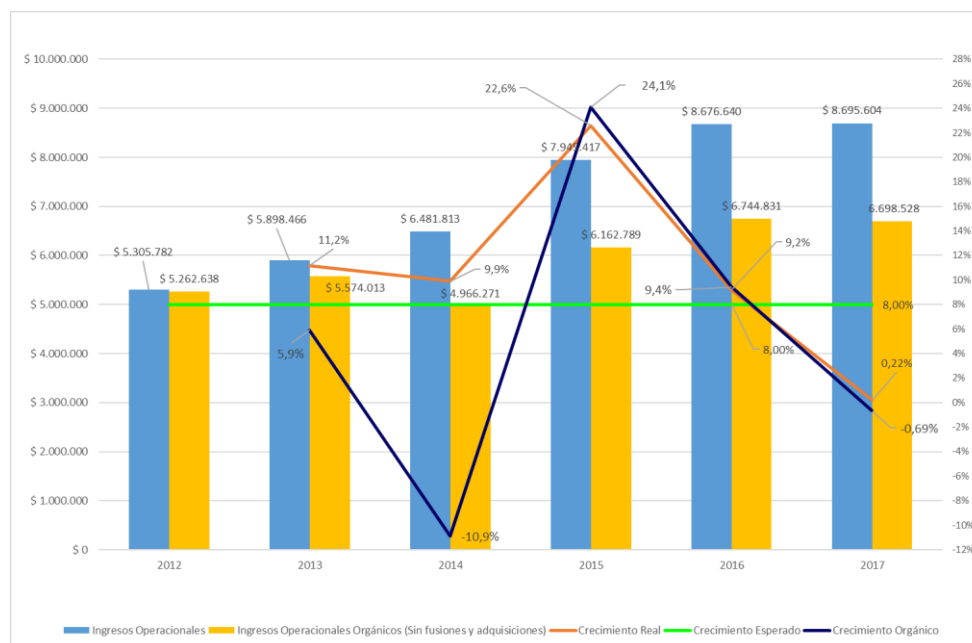


Figura 6. Ingresos operacionales (orgánicos) y crecimiento Grupo Nutresa. Fuente: elaboración propia.

En la figura anterior se observa que el crecimiento orgánico de 2013 y 2014 está por debajo del 8 %, cuando se corrigen los ingresos operacionales. En particular, de 2013 a 2014 se presenta un decrecimiento en las ventas orgánicas (-10,9 %). En el escenario sin descuento de las ventas de las nuevas empresas el crecimiento de 2013 a 2014 estuvo favorecido por TMLUC, que aportó COP 738 mil millones.

Para 2015 y 2016 el crecimiento de las ventas orgánicas se mantiene por encima del 8%; creciendo un 24,1 % de 2014 a 2015 y un 9,4 % de 2015 a 2016.

2017 es el primer año del período de estudio (2012-2017) donde el Grupo Nutresa no realiza adquisiciones y joint ventures. Coincide esto con el hecho de que para ambos escenarios (con ventas totales y ventas orgánicas) el crecimiento está por debajo del 8 %, presentándose hasta un decrecimiento de las ventas orgánicas del 0,69 %.

Se observa la tendencia de las ventas orgánicas y de las ventas por adquisiciones y joint ventures en la siguiente figura.

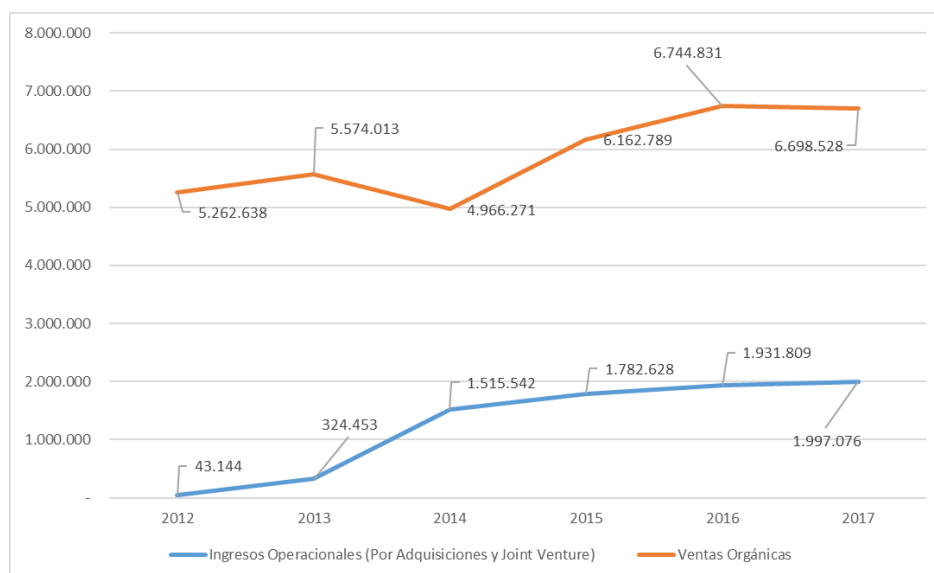


Figura 7. Ventas orgánicas y ventas de adquisiciones y joint venture. Fuente: elaboración propia.

Es claro que el crecimiento de las ventas totales de 2016 a 2017 (0,22 %) estuvo apalancado en el crecimiento de las ventas de las adquisiciones y joint ventures que mostraron tendencia creciente, ya que las ventas orgánicas mostraron decrecimiento.

En la siguiente figura se detallan las ventas totales orgánicas proyectadas a partir del valor corregido de 2017 (COP 6,7 Billones) y tres referencias de crecimiento; el 8 % que esperaba el Grupo Nutresa, el crecimiento a perpetuidad estimado de 4,95 % y un crecimiento proyectado real que se hizo igual al crecimiento esperado del PIB para Colombia (“Colombia tendrá que esperar al 2020 para crecer más que su potencial”, 2017):

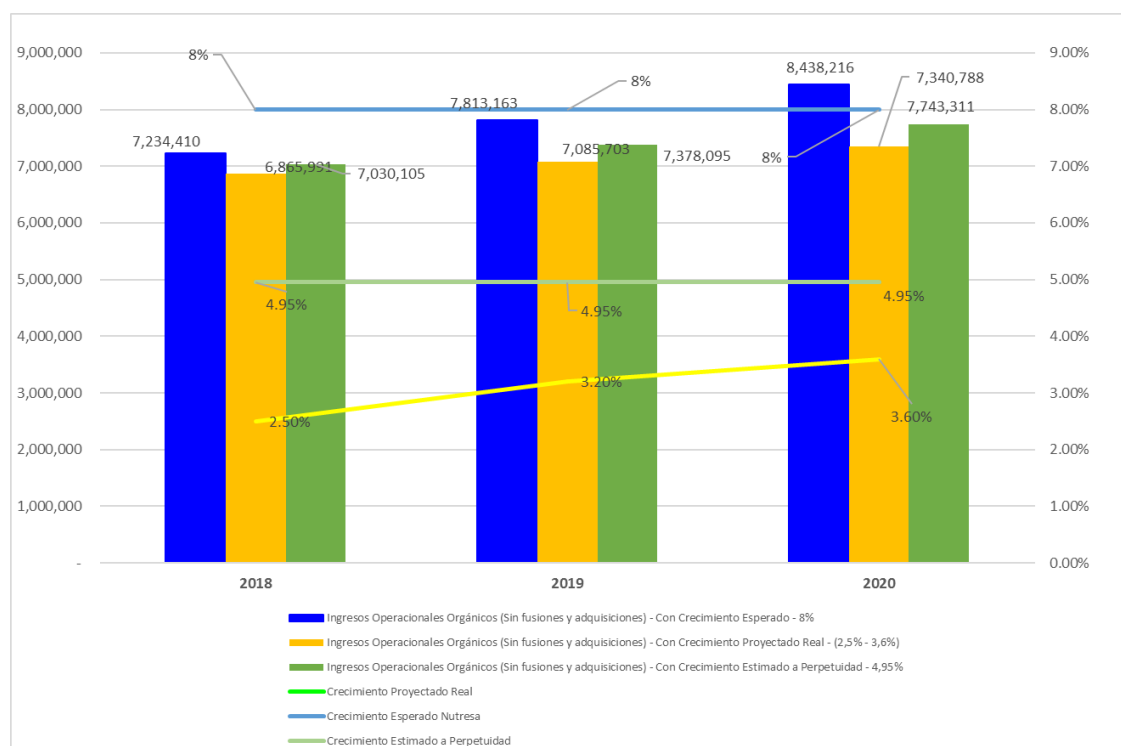


Figura 8. Proyección ventas orgánicas 2018-2020. Fuente: elaboración propia.

Proyectando las ventas orgánicas, con las tres referencias de crecimiento, se observa que en ningún caso se espera cumplimiento de la meta de COP 10 Billones.

- **ROIC (20 %)**

Una meta del 20 % para el ROIC no es correspondiente con la meta de ventas totales de COP 10 Billones; esto, de acuerdo con la proyección. Por otra parte, el ROIC promedio del sector, que se sitúa alrededor del 14 %, muestra que la meta se sitúa 6 puntos por encima mientras que la proyección arroja un valor cercano al promedio (11,82 %). Por lo anterior, puede considerarse como una meta ambiciosa.

Partiendo de las ventas orgánicas reales, y descontando ahora las inversiones netas correspondientes a las adquisiciones, se establece lo siguiente:

Tabla 3.

Inversiones llevadas a valor futuro (2017)

Año	IPC	POPS	DKM	TMLUC	Oriental Coffe Alliance	El Corral	Valor Futuro
2012	2.44%	199,225					
2013	1.94%	203,090	28,272	1,451,515			
2014	3.66%	210,523	29,307	1,504,641	2,073		
2015	6.77%	224,776	31,291	1,606,505	2,214	793,729	
2016	5.75%	237,700	33,091	1,698,879	2,341	839,369	
2017	4.09%	247,422	34,444	1,768,363	2,437	873,699	2,926,365

Fuente: elaboración propia.

Podemos observar el comportamiento del ROIC en la siguiente figura.

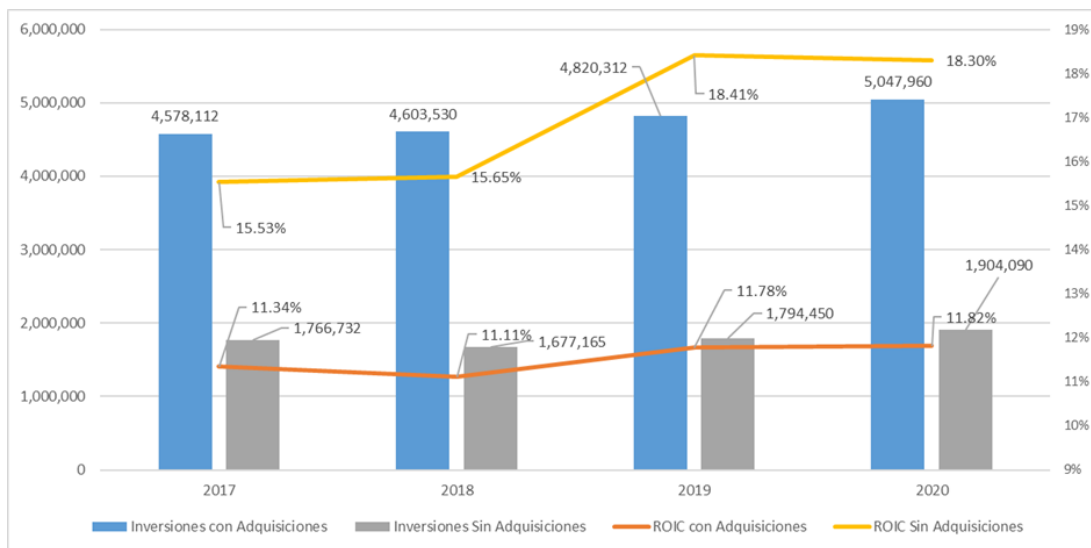


Figura 9. ROIC con adquisiciones y sin adquisiciones. Fuente: elaboración propia.

La figura 9 muestra que, descontando las inversiones realizadas entre 2012 y 2017, el Grupo Nutresa pudo haber alcanzado un ROIC del 18,3 % en 2020.

- **Margen Ebitda entre 12 % y 14 %**

El comportamiento del margen Ebitda, descontando los efectos de las adquisiciones, se muestra en la siguiente figura.

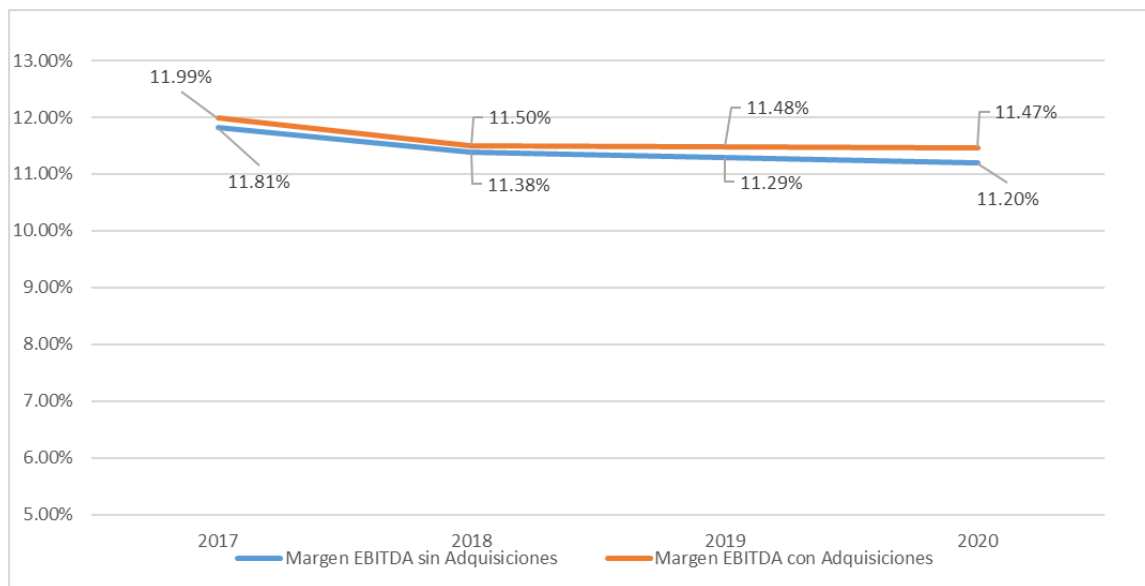


Figura 10. Margen Ebitda con y sin adquisiciones. Fuente: elaboración propia.

El margen Ebitda se mantiene cercano al rango del cumplimiento al descontar las adquisiciones, con valores cercanos para ambos escenarios (11,20 % y 11,47 % sin adquisiciones y con adquisiciones respectivamente). Lo anterior significa que la disminución de las ventas por este descuento es cercano a la disminución del Ebitda.

6.7 Indicadores

- Costo de capital

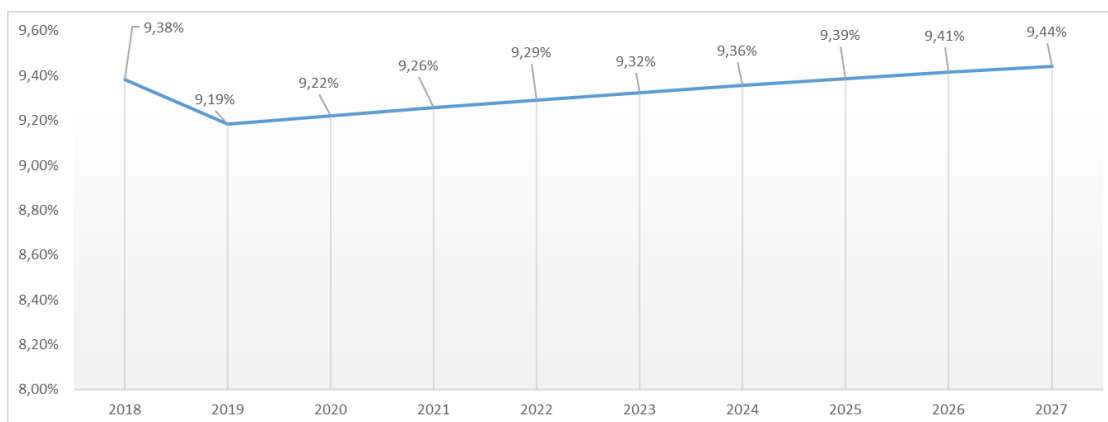


Figura 11. WACC Grupo Nutresa. Fuente: elaboración propia.

El Costo de Capital se mantiene alrededor del 9,33 %. Nutresa estima un WACC entre el 7 % y el 11,1 % (“Estados financieros consolidados a 31 de diciembre de 2017 y 2016”, 2018). Damoradan (2018a) muestra un WACC del sector alimentos de (Food Processing) de 5,84 % .

Otras fuentes (WACC Expert, 2018) muestran un WACC del sector alimentos para Colombia de 9,26 % (véase anexo 2, figura 17).

- **Crecimiento**

El crecimiento medio real de los ingresos operacionales, entre 2012 y 2017, es de 10,6 %. Respecto al crecimiento 2016 a 2017 baja hasta 0,22 %. Hasta 2016, el crecimiento estaba soportado mediante la adquisición de negocios en marcha. Para los siguientes años el Grupo Nutresa reporta que el crecimiento promedio esperado a largo plazo está entre 0 % y 1,5 % (“Estados financieros consolidados a 31 de diciembre de 2017 y 2016”, 2018).

Otras proyecciones (“Market Multiple Valuation of Grupo Nutresa”, 2018) muestran el siguiente comportamiento de las ventas entre 2018 y 2020.

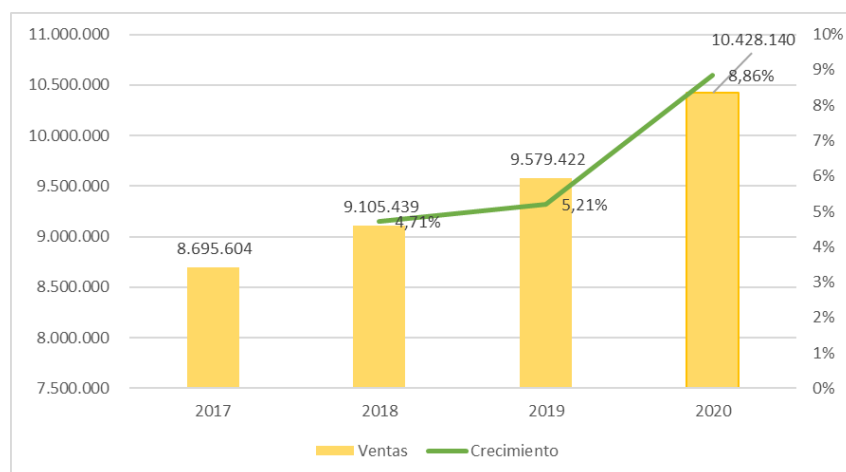


Figura 12. Crecimiento ventas. Fuente: “Market Multiple Valuation of Grupo Nutresa” (2018).

El período 2011-2015 se caracterizó por un excelente desempeño de la industria alimenticia y de bebidas en Colombia. En efecto, el sector creció al 3,2 Costo Promedio Ponderado de Capital, 5 % anual, impulsado por la fortaleza del consumidor, la innovación de productos y la apertura de nuevos mercados. Sin embargo, han comenzado a aparecer señales de moderación en la dinámica del sector de cara al cierre de 2016 y 2017 (“Noviembre 21. Alimentos y bebidas: desempeño reciente del sector”, 2018).

Por el lado de la oferta, la devaluación de la tasa de cambio y los efectos negativos del fenómeno El Niño han puesto presión a los precios de muchos de los insumos empleados por el sector. Simultáneamente, la demanda se ha visto golpeada por la inflación, que se ha desbordado de su rango meta (6,5 % en el acumulado en doce meses a octubre de 2016 vs. 2 % - 4 % del rango meta) y por el deterioro de la confianza del consumidor.

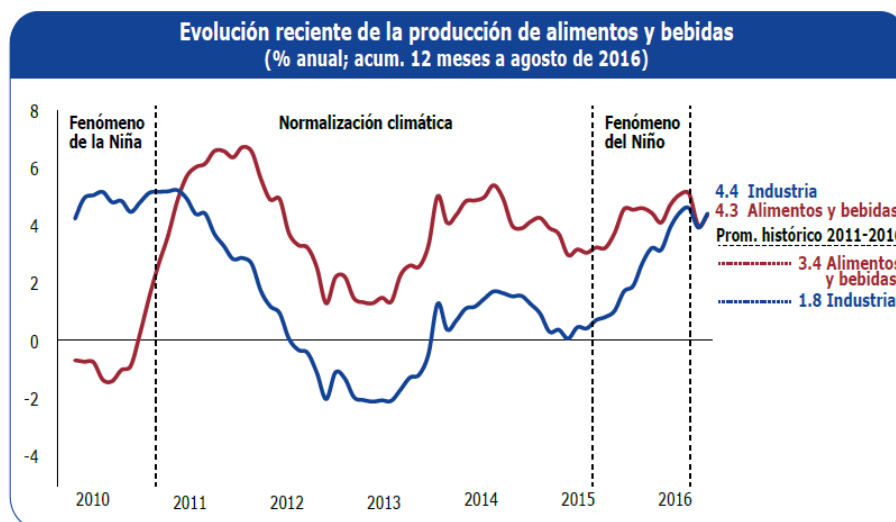


Figura 13. Evolución de la producción de alimentos y bebidas. Fuente: “Noviembre 21. Alimentos y bebidas: desempeño reciente del sector” (2018).

De acuerdo con la figura anterior, se puede proyectar un crecimiento inferior al 3,4 %.

6.8 EVA

Para el cálculo del EVA se tiene:

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) * \text{Capital Invertido}$$

Tabla 4.

Proyección EVA Grupo Nutresa 2018-2027

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
ROIC		11,11%	11,78%	11,82%	11,85%	11,89%	11,92%	11,95%	11,99%	12,02%	12,04%
WACC		9,38%	9,19%	9,22%	9,26%	9,29%	9,32%	9,36%	9,39%	9,41%	9,44%
Capital Invertido (KTNO+Inversiones Netas en PPE, Intangibles y Activos Biológicos Largo Plazo)	5.448.921	5.393.821	5.642.594	5.903.387	6.177.240	6.464.738	6.766.499	7.083.172	7.415.443	7.764.032	8.129.697
EVA		94.019	139.870	146.390	153.258	160.447	167.979	175.877	184.164	192.865	202.006

Fuente: elaboración propia.

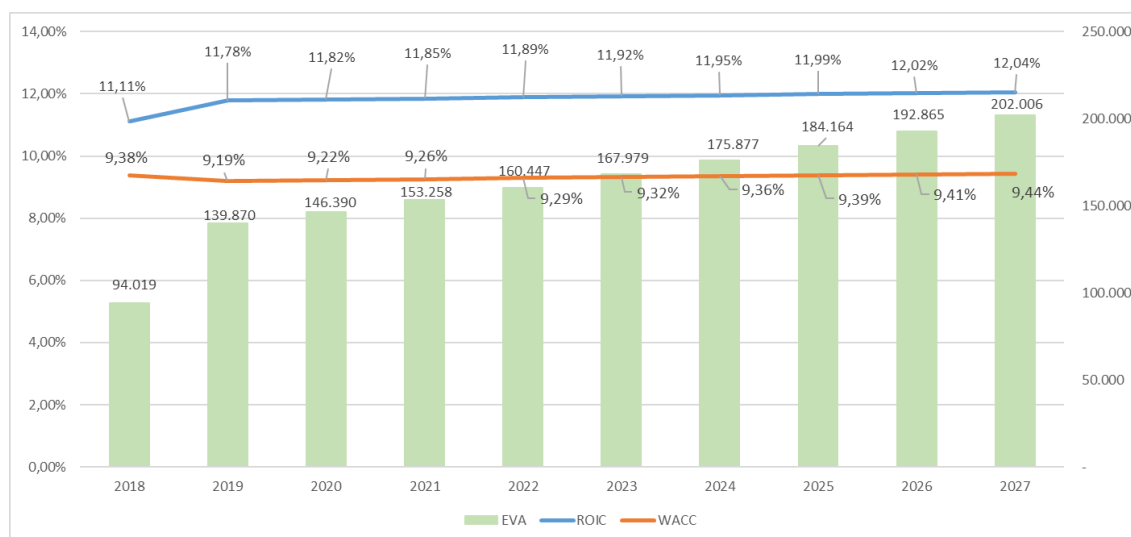


Figura 14. EVA Grupo Nutresa. Fuente: elaboración propia.

De acuerdo con la proyección, se destaca que, para el período mostrado, el ROIC se sitúa por encima del WACC, lo que garantiza un EVA positivo. El EVA crece año a año dado que el

capital invertido aumenta en promedio 4,7 %; adicionalmente, el ROIC crece por encima del crecimiento del WACC; 0,92 % y 0,34 % respectivamente.

El negocio genera lo suficiente para cubrir el costo de capital (deuda y patrimonio) y para dar un valor agregado adicional.

6.9 Participación de mercado

Véase anexo 2, figura 18.

6.10 Ventas internacionales

En la validación del cumplimiento de las ventas internacionales se estimó una participación de mercado, de 2017, de 36,8 % (COP 3,2 Billones). El Grupo Nutresa reporta en su Presentación Corporativa 2016 una participación de las ventas internacionales del 38 %.

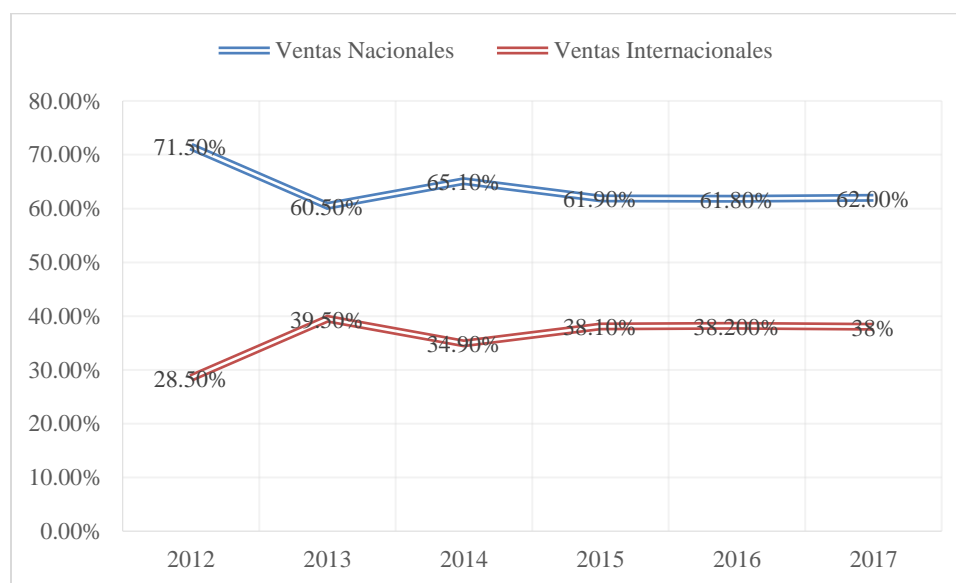


Figura 15. Ventas en Colombia y en el exterior. Fuente: elaboración propia.

En la figura anterior se observa la tendencia a ajustar la distribución de ventas alrededor de un 60 % y 40 % para ventas nacionales e internacionales, respectivamente.

6.11 Capitalización de mercado

Actualmente, el número de acciones en circulación del Grupo Nutresa es 460.123.458 con un valor de acción, al 28 de marzo de 2018, de COP 25.980. Multiplicando el valor de la acción por el número de acciones se obtiene el valor de mercado.

Tabla 5.

Capitalización de mercado Grupo Nutresa

Acciones Ordinaria en circulación	460,123,458
Valor acción (23-3-2018)	25,980
Valor de Mercado (Market Cap) - Miles de millones	11,954,007

Fuente: elaboración propia.

La simulación arroja un valor de la acción de COP 26,535 para 2018; lo que muestra una capitalización bursátil estimada de COP 11,2 Billones.

La composición accionaria está distribuida como se muestra en el anexo 2, figura 19; mientras que en la figura 20 se observa el comportamiento de la acción entre 2012 y 2018.

6.12 Estructura de capital (base valor de mercado)

Tabla 6.

Estructura de capital Grupo Nutresa

Estructura de Capital	Valor 2018
Deuda (D)	3.058.788
Equity-Valor de Mercado (E)	12.209.549
D/(D+E)	20,0%
E/(D+E)	80,0%
D/E	25,1%

Fuente: elaboración propia.

La empresa está financiada principalmente con recursos propios.

6.13 Delta de KTNO

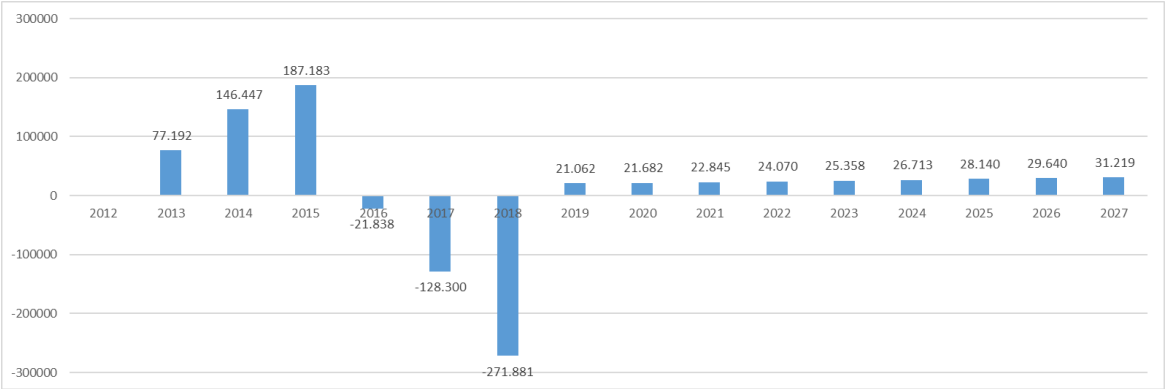


Figura 16. Delta KTNO. Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo con la proyección, a partir de 2019 crece en promedio 5,0 %.

6.14 Delta de capital invertido

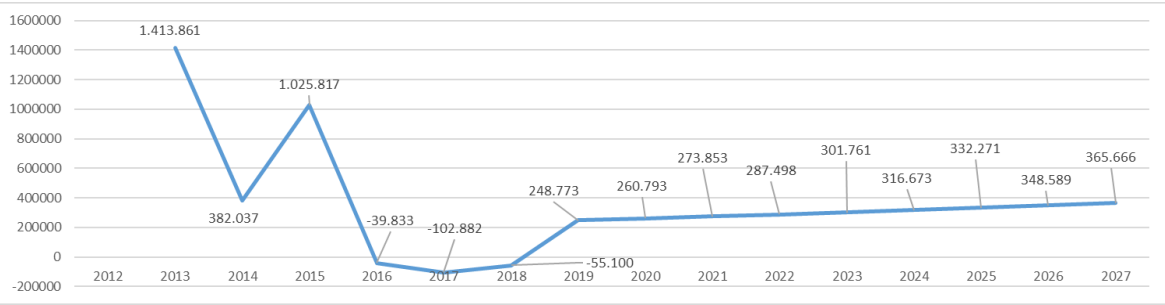


Figura 17. Delta de capital invertido. Fuente: elaboración propia.

6.15 Dividendos

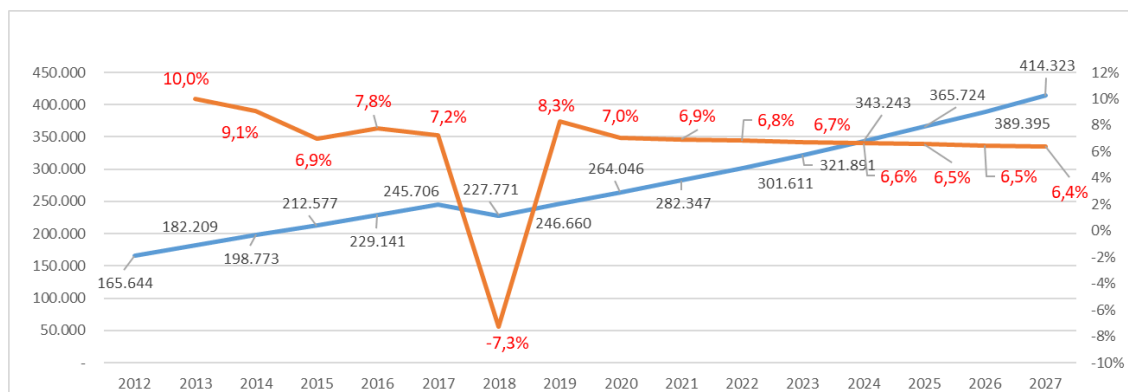


Figura 18. Dividendos Grupo Nutresa. Fuente: elaboración propia.

Se proyecta decrecimiento desde 2019, año a año, a una tasa de -1,37 %.

6.16 Flujo de Caja Libre

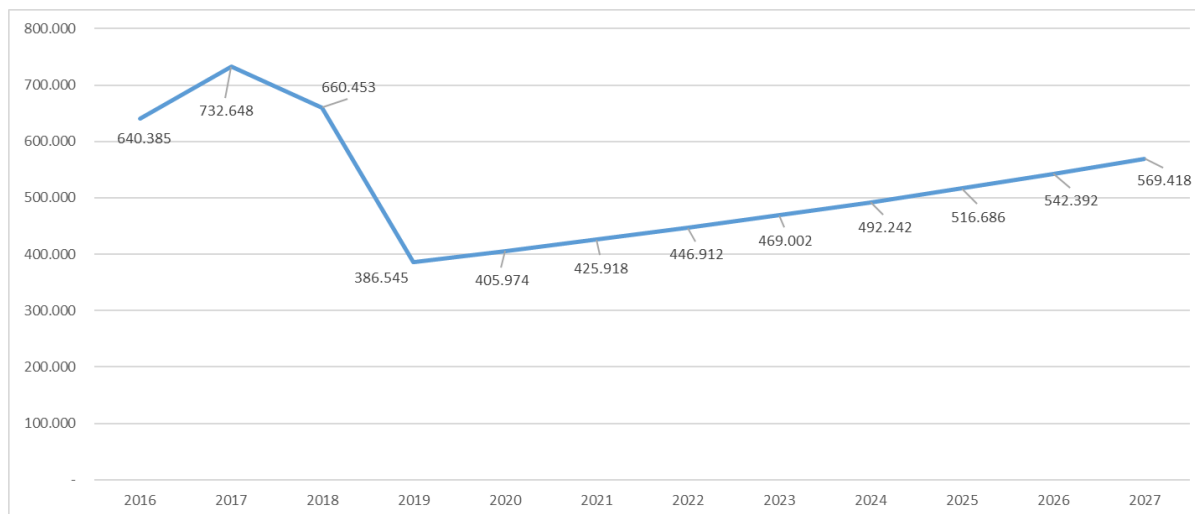


Figura 19. Flujo de Caja Libre Grupo Nutresa. Fuente: elaboración propia.

Se proyecta crecimiento del Flujo de Caja Libre desde 2019 a una tasa promedio de 5,0 %.

6.17 Comparables

Tabla 7.

Comparables Grupo Nutresa

Nombre	Market Cap	P/E	EPS (Últimos 12 meses)	EV/EBITDA (Año Actual)	Margen EBITDA
Promedio	12,224,775	24.20	6,296.17	13.41	13.40
GRUPO NUTRESA SA	12,202,474	28.97	902.20	12.56	10.62
<u>GRUPO NUTRESA SA - VALORACIÓN</u>	<u>11,483,885</u>	<u>27.06</u>	<u>922.23</u>	<u>7.70</u>	<u>11.99</u>
TREEHOUSE FOODS INC	5,935,328	13.22	8,557.86	8.34	- 25.78
MONDELEZ INTERNATIONAL INC-A	163,962,286	19.04	6,296.17	14.08	15.16
LOTTE CORP	19,107,027	8.38	104,244.91		3.71
M DIAS BRANCO SA	12,224,775	17.91	2,310.05	12.70	14.28
MORINAGA & CO LTD	7,376,415	24.20	6,766.11	10.80	12.52
ORKLA ASA	29,327,668	21.72	1,378.68	13.83	17.82
J & J SNACK FOODS CORP	7,241,445	33.16	12,605.14	14.18	12.52
HAOXIANGNI HEALTH FOOD CO-A	2,983,997	60.02	63.06	23.60	
CALBEE INC	12,749,536	28.75	3,491.97	13.00	16.19
PINNACLE FOODS INC	19,841,124	27.51	6,571.33	14.09	25.57

Fuente: Bloomberg (2018).

La valoración arroja valores similares a los reportados para el Grupo Nutresa.

7. Conclusiones

La proyección obtenida mediante el modelo financiero muestra que el Grupo Nutresa no cumpliría con el ROIC objetivo del 20%, ya que alcanza un valor de 11,82 %. Esto, debido a que su estrategia de crecimiento soportado en fusiones y adquisiciones generó un crecimiento del capital invertido superior al crecimiento del NOPLAT.

Para lograr la meta del ROIC del 20% sería necesario que el Grupo Nutresa elevara sus ventas hasta COP 18 Billones, manteniendo, a la vez, la proporción de costos y gastos respecto a las ventas y no incrementar el Capital Invertido.

La proyección de las ventas totales muestra cumplimiento de la meta de COP 10 Billones. Esto, soportado en la incorporación de nuevas operaciones en Centro y Suramérica (fusiones y adquisiciones).

La proyección de las ventas internacionales muestra que solo se alcanzan USD 1,2 Billones; no se cumple la meta de USD 2 Billones. Para lograr la meta las ventas internacionales deberían alcanzar una proporción del 61 % de las ventas totales por fuera de Colombia, lo que dista de la realidad de la empresa, donde las ventas internacionales solo llegan al 38%.

Se cumple la meta del margen Ebitda, alcanzando un 11,47 % respecto a 12 %; la diferencia puede darse como cubierta por la incertidumbre propia del modelo financiero. Esto lo logra Grupo Nutresa al poder mantener el crecimiento de las ventas de forma similar al crecimiento de la Utilidad Operativa producto de una adecuada gestión de los costos y gastos.

De acuerdo con el modelo financiero, se destaca el EVA positivo y creciente año tras año entre 2018 y 2027; producto de lograr mantener un ROIC superior al costo de capital; así, aunque no hay proyección de cumplimiento de todos los objetivos estratégicos la empresa genera valor.

9. Referencias

Bloomberg (2018). Recuperado de <https://www.bloomberg.com/>

Colombia riesgo país (2018). Recuperado de <http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/info/?id=4>

Colombia tendrá que esperar al 2020 para crecer más que su potencial (2017). Recuperado de <https://www.dinero.com/economia/articulo/perspectivas-economicas-de-colombia-para-2018-segun-bancolombia/251580>

Country Default Spreads and Risk Premiums (2018). Recuperado de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Damodaran, A. (2018a). Cost of Capital by Sector (US). Recuperado de http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.htm

Damodaran, A. (2018b). Price and Value to Book Ratio by Sector (US). Recuperado de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/pbvdata.html

Economía colombiana (2017). Recuperado de http://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/cief/Documents/Informe_de_Coyuntura_octubre_2017.pdf

Estados financieros consolidados a 31 de diciembre de 2017 y 2016 (2018). Recuperado de <https://www.gruponutresa.com/wp-content/uploads/2015/10/Estados-financieros-consolidados-2017-y-sus-notas.pdf>

Ficha objetivos estratégicos 2020 (s. f.). Documento interno de Nutresa [Excel].

Fitch afirma calificación de bonos ordinarios (2017). Recuperado de <https://www.fitchratings.com/site/re/910193>

Fitch afirma el soberano de Colombia en “BBB” (2018). Recuperado de <https://www.fitchratings.com/site/pr/10009408>

Grupo Aval (2018). Recuperado de <https://www.grupoaval.com/wps/portal/grupo-aval/aval/portal-financiero/renta-variable/acciones-bolsa-colombia/datos-historicos/>

Impuestos en Colombia (s. f.). Recuperado de <http://www.inviertaencolombia.com.co/como-invertir/impuestos.html>

Impuesto sobre la renta (ISR) (s. f.). Recuperado de <https://sites.google.com/site/elabcdelosimpuestossat/el-abc-de-los-impuestos-1/03-impuesto-sobre-la-renta-isr>

Impuesto sobre la renta régimen tradicional (2017). Recuperado de <http://www.hacienda.go.cr/contenido/12994-impuesto-sobre-la-renta-regimen-tradicional>

Impuestos directos (2018). Recuperado de http://www.sii.cl/aprenda_sobre_impuestos/impuestos/imp_directos.htm Centroamérica

Impuestos sobre las sociedades (2018). Recuperado de <https://es.portal.santandertrade.com/establecerse-extranjero/estados-unidos/fiscalidad>

Informe integrado 2016 – Grupo Nutresa (2016). Recuperado de <http://informe2016.gruponutresa.com/>

- Jiang, B. & Koller, T. (2006). A long-term look at ROIC. Recuperado de <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/a-long-term-look-at-roic>
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Nueva Jersey: John Wiley & Sons.
- Long-term interest rates forecast” (2018). Recuperado de <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates-forecast.htm>
- Market Multiple Valuation of Grupo Nutresa (2018). Recuperado de <https://www.infrontanalytics.com/fe-en/COT04PA00028/Grupo-Nutresa-S-A-/market-valuation>
- Martínez, G., y López, G. (2003). ¿Generan valor las fusiones a las empresas colombianas? *Estudios Gerenciales*, 19(86), 51-61.
- Mauboussin, M. & Callahan, D. (2014). Calculating Return on Invested Capital. Recuperado de https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&source_id=csplusresearchcp&document_id=806230540&serialid=C0owv4XbV7zL%2BTQLggWqjPthH7IUpSwUZpiIwdvDgtA%3D
- Murillo, A., y Hernández, H. (2010). Competencia intra-industria, aglomeraciones regionales y crecimiento económico: caso industria de alimentos. *Revista Facultad de Ciencias Económicas*, 19(1), 55-71.
- Nogueira-Rivera, D., Medina-León, A., Hernández-Nariño, A., Comás-Rodríguez, R., y Medina-Nogueira, D. (2016). Análisis económico-financiero: talón de Aquiles de la

- organización. Caso de aplicación. *Analysis Financial-Economic: Achilles Heel of the Organization. If Application. Ingeniería Industrial*, 38(1), 106-115.
- Noviembre 21. Alimentos y bebidas: desempeño reciente del sector (2018). Recuperado de <http://anif.co/comentario-economico-del-dia/alimentos-y-bebidas-desempeno-reciente-del-sector>
- Presentación corporativa 2017-Grupo Nutresa (2017). Recuperado de <https://www.gruponutresa.com/inversionistas/perfil-de-la-compania/presentacion-corporativa-fact-sheet/presentacion-corporativa-grupo-nutresa-2017/>
- Porter, M. (2008). ¿Qué es la estrategia? Recuperado de <http://www.ucipfg.com/Repositorio/MAES/MAES-03/Unidad1/ESTRATEGIA%20MPORTER%202011.pdf>
- Radi, Z., y Bolívar, Á. (2007). Creación de valor de las empresas colombianas durante el período 2000-2005. *Pensamiento & Gestión*, (22).
- Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread (2018). Recuperado de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm
- Rentabilidad del bono de Estados Unidos 10 años (2018). Recuperado de <https://es.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield>
- TES (s. f.). Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/es/tes>
- WACC Expert (2018). Recuperado de <http://www.waccexpert.com/>
- Zainal, Z. (2007). Case Study as a Research Method. Recuperado de http://psyking.net/htmlobj-3837/case_study_as_a_research_method.pdf